

目 录

■信托市场动态.....	1
>>>信托公司本月忙于应对风险排查和压力测试.....	1
>>>中国银监会决心整肃银信合作的“表外”融资.....	1
>>>房地产信托产品的平均预期年收益率已超过 10%.....	1
>>>房地产信托的“空万”担心政策调整而采取撤退方针.....	2
>>>房地产信托的基金化产品能降低管理成本和募集风险.....	2
>>>阳光私募证券投资信托在北京崛起：自主管理型产品增多.....	3
>>>信托公司加强声誉风险管理建设刻不容缓.....	3
>>>信托公司亟待加强品牌建设并实现真正转型.....	4
>>>信托业务和信托产品已进入接受司法检验的时代.....	4
■信托业务交流.....	5
>>>房地产企业股权信托融资若干要点解析.....	5
■信托判例研究.....	9
>>>华宝信托有限责任公司诉陈碰兴金融借款合同纠纷案研究.....	10
■信托周刊 VIP 专刊摘编.....	19
>>>投资组合管理人模式的房地产信托 PE 基金方案勾勒.....	20
>>>信托助力“非金融类企业”实现房地产资本服务的“金融化”梦想.....	21
>>>信托公司参与电力企业应收账款资产证券化的操作设计.....	27

☐信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■信托市场动态

>>>信托公司本月忙于应对风险排查和压力测试

来自“信托理财及项目交流”QQ群的消息，2010年6月以来，监管政策明显趋严，尤其是银信合作和房地产信托等业务颇有风声鹤唳之感。现场检查、非现场检查、风险自查、修订风控合规指引、调整压缩相关业务规模、压力测试，一系列严厉措施正在落实。

>>>中国银监会决心整肃银信合作的“表外”融资

由于银信合作业务井喷导致的银行“资产表外化潜藏风险”，已被银监会并列为与“不良贷款双控压力加大”、“房地产行业贷款风险隐患上升”同等重要的“今年银行业应关注的主要风险”。在6月15日发布的《中国银行业监督管理委员会2009年报》中，银监会指出：“部分银行业金融机构为规避资本监管、计提拨备等要求，通过设计发行信贷资产类理财产品，将存量贷款、新增贷款等转出表外。”此举导致，“虽然贷款已转出资产负债表，银行依然承担贷后管理、到期收回等实质上的法律责任和风险，却因此减少资本要求，并逃避相应的准备金计提，潜在风险不容忽视。”银信合作业务对信贷调控效果的“对冲”，已经引起高层强烈关注，数张“政策牌”将视情况打出。其中包括：严令信托公司自行压缩银信合作业务规模；将银信合作发放的信托贷款视同为银行贷款纳入银行“表内”统计，使得银信合作不再有信贷“出表”的功效；出台《信托公司净资本管理办法》迫使信托公司放弃低收益的银信合作业务；彻底叫停银信合作业务。

→[浏览全文](http://www.trustlaws.net/newslist/List.asp?SelectId=10265&ClassID=1) <http://www.trustlaws.net/newslist/List.asp?SelectId=10265&ClassID=1>

>>>房地产信托产品的平均预期年收益率已超过10%

在经历了5个月的沉寂后，房地产信托产品近来又重回火热。据6月17日掌握的数据显示，6月前两周，投资于房地产市场的信托产品出现了明显放量。6月第二周，共有9家信托公司发行了12款集合资金信托产品，其中就有6款投资于房地产领域。这也是继6月第一周，房地产信托产品发行量占集合资金信托比例过半后，此类产品再次撑起集合信托理财市场半边天。据悉，上述产品的平

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

均预期年收益率已超过 10%，远高于目前集合信托产品平均年收益率，已接近房地产信托产品在 2008 年发行高峰时的平均水平。不过，尽管房地产信托产品重新火热起来，但在部分信托公司准备在地产信托产品上“大展拳脚”之时，也有信托公司打算今年在该业务上撤退。业内人士表示，信托公司出现如此分歧，主要是各家公司对房地产信托市场的前景看法不一。其中，大部分信托公司担心信托风险过大，自己难以承受。房地产信托产品的“美好前景”，是建立在房地产企业获得资金后能顺利度过目前的危机，且项目获得较好收益基础之上的，而目前房地产市场仍然低迷，可能是项目面临的重大风险之一。

→[查看全文](http://www.trustlaws.net/newslist/List.asp?SelectId=10262&ClassID=1)

>>>房地产信托的“空方”担心政策调整而采取撤退方针

进入 6 月后，房地产信托产品发行一改 5 月的沉闷，迎来了放量增长。但发行主体过于集中，反映了信托行业在该类产品上的分歧。据记者了解，在部分信托公司准备在房地产信托产品上大展宏图的同时，也有信托公司已经打算今年在该项业务上撤退。值得注意的是，自房地产新政实施以来，房地产信托产品的发行就主要集中在中信、中融、中铁、新时代等少数信托公司手上，这些公司在房地产信托产品的市场占有率方面正逐步拉开与其它信托公司的差距。上述情形之所以出现，很大程度上是因为目前业内对于房地产信托市场的看法存在较大分歧。其中，“多方”倾向于“市场系统性风险可控”的观点。而“空方”则更多地担心“政策调整”。

→[查看全文](http://www.trustlaws.net/newslist/List.asp?SelectId=10259&ClassID=1)

>>>房地产信托的基金化产品能降低管理成本和募集风险

房地产信托产品的基金化趋势会越来越明显，也就是说先募集资金，形成资金池，找到合适的项目就投出去，而不是像以前那样找好项目，再来做信托产品，募集资金。从信托公司的角度说，也非常愿意做这种投资。如果是单个项目的发行，发行成本和管理成本都会比较高。信托公司从产品设计一直到发行，然后管理，最后清算，做一个 1 年的项目跟做一个 3 年的项目其实成本是差不多的。如果做成基金的这个形式，期限 5 年到 7 年，对信托公司来说管理成本会降低很多，而且资金募集的风险也会降低很多。它有一块相对比较封闭的资金，可以做一些合理的资产储备，这个当中会包括一些短期的项目，也可能会包括一些相对比较长期的项目。

→[查看全文](http://www.trustlaws.net/hotspot/List.asp?SelectId=10237&ClassID=12)

☐信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

>>>阳光私募证券投资信托在北京崛起：自主管理型产品增多

虽然五月市场持续的下跌，但阳光私募产品的发行速度影响不大，五月份阳光私募产品再现扩容热潮。本月共发行 39 只新产品，其中非结构化 19 只，结构化 20 只，两者数量并驾齐驱。和 4 月份新成立 45 个相比，发行速度略为下降。此外，还有多个只阳光私募产品仍在推介募集，比如远策 7 期，泽熙瑞金 2 号等等。主要集中在北京信托，中信信托。中信信托和外贸信托成为增发扩容领头羊。共计 21 只新发产品，不过，外贸信托新发产品中主要集中在结构化产品方面，而非结构产品的主要发行平台还是中信信托，共有 7 个新品成立，占到非结构化新品总数的 38%。据统计，今年以来，一共成立的非结构化产品有 82 只，其中通过中信信托发行的非结构化产品达到 37 只，约占到 45.12%，中信信托是继华润深国投后在产业上游受惠于私募基金的信托机构。外贸信托继续向结构化产品领域挺进，根据统计外贸信托共发行 58 只产品。其中 3 月份增发的结构化产品有 5 只，4 月份 6 只，5 月份增加到 9 只。如聚益投资的聚益 2 期和醴泉投资的聚泉二号等。外贸信托近年来从主打贷款运用与股权投资类信托向证券类产品不断延伸，增发规模可见一斑，将是证券类信托界的后起之秀。目前，自主管理型的产品以云南信托的中国龙系列最为代表性。此外，华宝信托、外贸信托、中信信托也已经成立了自主管理型的产品，虽然数量都不多，但未来有可能成为趋势。

→浏览全文 <http://www.trustlaws.net/tabloid/List.asp?SelectId=10250&ClassID=4>

>>>信托公司加强声誉风险管理建设刻不容缓

良好的声誉是信托公司多年发展积累的重要资源，是信托公司的生存之本，是维护良好的投资者关系、客户关系等诸多重要关系的保证。良好的声誉风险管理对增强竞争优势、提升信托公司的盈利能力和实现长期战略目标起着不可忽视的作用。加强声誉风险管理，是信托公司适应监管要求、依法合规经营刻不容缓的责任和义务。目前，尽管信托公司高层管理人员已经逐渐认识到声誉管理的作用，但在实际操作上尚存在很多问题有待改进。首先是声誉管理意识欠缺；其次是缺乏计量和考核方式及人才队伍；再次是缺乏与外界必要的沟通；最后是对声誉风险的持续投入不足。对信托公司来说，声誉风险管理至少应做到以下几个方面：一是妥善处理客户的投诉；二是加强员工对声誉风险的认识；三是建立完善的合规体制与制衡机制；四是加强信息的透明化。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

→[浏览全文](http://www.trustlaws.net/studyList/List.asp?SelectId=10245&ClassID=9) <http://www.trustlaws.net/studyList/List.asp?SelectId=10245&ClassID=9>

>>>信托公司亟待加强品牌建设并实现真正转型

在信托公司越来越重视主动管理，强调资产管理能力的今天，理财产品的竞争越来越表现为品牌竞争。今后的信托市场竞争，由价格竞争上升到品牌竞争是一个必然的趋势。信托公司的品牌是其竞争优势的主要源泉和富有价值的战略财富，提升品牌竞争优势是提高信托公司综合竞争力的重要手段。信托公司的品牌定位分为产品品牌定位和信托公司品牌定位两部分。品牌能够帮助信托公司在市场竞争中掌握主动，牢牢将投资者吸引在自己周围，有效地掌控渠道，抗拒市场风险，创造丰厚的效益，实现信托公司的真正转型。

→[浏览全文](http://www.trustlaws.net/studyList/List.asp?SelectId=10252&ClassID=9) <http://www.trustlaws.net/studyList/List.asp?SelectId=10252&ClassID=9>

>>>信托业务和信托产品已进入接受司法检验的时代

从实践上看，如何判断信托公司是否履行审慎管理义务，一直是信托活动中困扰信托当事人的难题，也是在信托案件中令法官头痛的事，需要根据具体信托事务、信托财产、当时的背景等来判断。近年来，我国证券市场的跨越式发展和社会财富的爆炸式增长，催生了证券投资的资产管理业务迅速发展，相关纠纷也日益增加。如何有效地解决纠纷，保护各方的合法权益，促进这个行业的规范发展，是我国资产管理领域立法和司法实践面临的重大课题。另外，受托人委托他人代为处理信托事务，需要有明确的委托代理意思表示，容易与之相混淆的情形是委托人保留全部或部分信托事务管理权的情况。委托人保留管理权的，委托人直接或间接处理与信托相关的事务，不构成受托人委托他人代为处理信托事务。但是，有些信托业务，客观上存在委托人保留管理权与受托人委托他人代为处理信托事务容易相混淆的问题。在股权投资信托中，信托公司通常在信托合同中约定“依据公司法或公司章程的规定”行使股东权利，依据惯例委派本公司员工或委托人代表作为目标公司的董事。对于如何行使股东权利和董事权利的关注不够，对公司治理结构的合理性不够重视。这也是出现法律纠纷后，信托公司败诉的原因。总之，经过近十年的发展，我国信托制度、信托公司的业务、信托产品、公民和企业的民事信托活动，已进入一个接受司法检验的时代。

→[浏览全文](http://www.trustlaws.net/studyList/List.asp?SelectId=10246&ClassID=8) <http://www.trustlaws.net/studyList/List.asp?SelectId=10246&ClassID=8>

■ 信托业务交流

>>> 房地产企业股权信托融资若干要点解析

薛能安



房地产股权信托是集合资金股权信托在房地产行业运用的一种表现形式，从大的归类讲属于管理型股权信托。集合资金股权信托是指集合两个或两个以上委托人的资金以股权形式进行投资的信托产品，包括基于信托股权的受益权转让（但不包括投资于上市公司股票的证券信托产品）。集合资金股权信托作为我国信托市场上的创新，兼顾投资的收益性与安全性，较好地克服了贷款模式的不足（例如投资模式单一，抗风险能力差），代表了集合资金信托未来的发展方向。

集合资金股权信托可以区分为四种情况：（1）委托人先将持有的公司股权委托信托机构设立股权信托，然后再将股权信托受益权向社会投资者进行转让，从而实现融资的职能。（2）为了避免股权过户，委托人将股权收益权设立信托，然后再将股权收益权信托的受益权向社会投资者进行转让，以股权质押实现风险控制。（3）信托公司设立股权投资信托，由第三方（往往是股权投资对象的关联方）到期回购股权来实现受益人的收益。这种情况虽然形式上是股权投资信托，但本质上是实现融资的目标，因此也可以理解为是股权融资信托的一类。（4）股权投资信托的变异模式，即为了进一步加强对股权投资对象（企业）的控制力，受益人设计成优先和劣后两种形式，股权投资对象的关联方成为劣后受益人，从而放大了信托公司对股权投资对象的控制力。



由于房地产行业的特殊性，房地产股权信托在操作过程中可能存在行业风险、项目自身及市场风险、经营风险、政策和法律法规风险、管理风险、不可抗力风险等多种风险，为了尽可能将信托运作整个过程中的风险控制在最小，必须从最初项目的选择、信托存续期间的风险控制、信托结束时信托资金的退出等方面严格把握。下面对相关要点予以分别阐述。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

◆项目本身质量

集合资金股权信托与房地产融资的结合主要是利用股权投资的方式增加了项目公司的资本金，通过行使股东权力优化项目公司的治理结构。股权信托给一个项目提供的通常是前期启动资金，如果这个项目不能从银行顺利取得后续融资，或者银行因其资质有问题而不发放后续贷款，那么基于该项目的信托计划就会受到巨大的关联风险。因此项目本身的质量直接关系到股权信托的成败。通常来看，项目本身质量体现在三个方面。

1、项目是否有好的盈利预期。项目预期收益的实现是信托收益的根本保证。一个好的项目必须要有一个好的盈利预期。关于项目的收益，一种是项目自身的收益能力，另一种情况是对收入不稳定或没有收入来源的项目，投资者需要了解相关补贴或资金支持的具体情况，以判断项目的预期收益水平实现的可能性。

2、项目是否能有效管理。信托作为一种杠杆融资，其风险管理的实质应该是对项目的管理，在项目控制上有两方面的内容须提起重视：(1)事前控制。项目前期的可行性研究应着重财务分析，尤其是现金流量分析，为信托的规模、期限与收益做出科学的分析和判断。(2)现金管理。现金流量管理是贯穿一个信托项目始终的管理重点，在前期主要是分析预测，在中期为资金运用审查，及时发现问题，采取应对措施，在后期则要确保及时变现，支付信托收益。

3、项目公司股东实力。项目公司股东的实力与资源调动的能力是项目顺利开发的最有力保障，因为一旦项目预期收益的实现出现困难，项目公司股东可以通过调动其网络资源，筹集资金，实现信托的安全退出。

◆项目风险控制机制

一个好的股权信托项目必定是一个有着好的项目风险控制机制的信托项目。股权信托项目的风险控制一般是通过股权信托产品股权结构设计、项目监管和提供担保（包括但不限于抵押、质押、保证）来实现。

1、项目监管。通常的做法是信托公司向项目公司若干重要岗位派驻人员。比如在浙江水泥股权信托计划中，杭工商信托充分利用其股东权力对信托资金进行有效监管，在信托成立两年期限内，浙江水泥所有股东均不得分红；信托成立两年期限内，由杭工商信托



□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

派驻董事、财务总监和办公室主任各一名。重庆信托的景龙国际公寓股权信托，重庆信托的项目人员分别担任项目公司的董事长、财务总监等重要职位，从而有效地对信托资金进行监管。

2、担保。由实力雄厚的第三方提供担保或有实物(或股权)进行抵押(或质押)，这是控制信托风险、保护投资人权益的有效保障。在浙江水泥股权信托计划中，设置了三重担保，一由冯光成个人出具连带责任《保函》，保证光宇集团按期支付股权转让款；二由浙江水泥所有5个自然人股东将所持浙江水泥股权质押给杭工商信托；三由非关联第三方浙江中成建工集团有限公司和浙江展望集团有限公司提供连带担保。其中，浙江中成建工集团有限公司系中国建筑业十强企业。浙江水泥的三重担保既有回购《保函》、股权质押，又有外部担保，将风险层层分解，涵盖了股权投资的基本保证手段，相当于杭工商信托100%控制了浙江水泥。如果信托结束之日冯光成及其控股的光宇集团不能履行回购义务，杭工商信托只需将浙江水泥的全部股权卖出2.4亿元即可实现信托资金及收益的回收。即使无法实现预期收益，浙江中成建工集团有限公司和浙江展望集团有限公司也将为此提供连带担保。

3、股权结构。优先股的股权结构设计是控制信托财产风险的金融创新。优先股是介于债券与普通股之间的一种金融工具，优先派分且收益稳定是其主要权利特征。一方面，优先股排在普通股之前，公司盈利首先应支付债权人的本金和利息，缴纳税金；其次是支付优先股股息；最后才分配普通股股息。无论公司盈利水平如何变化，优先股的股息率不变。另一方面，剩余资产分配优先。在对公司剩余财产的分配上，优先股股东排在债权人之后、普通股股东之前。股权信托中优先股股权结构的设计是有效的风险控制机制之一。与公司中优先股不具有表决权不同的是，集合资金股权信托中的优先股作为我国金融市场的一个创新，在信托期限内，享有重大事项表决权。集合资金股权信托中的优先股设计实际上是具有表决权的优先股。

房地产信托风险？



4、信托受益权的结构化。在信托计划中优先股的设计一般是将信托受益权区分为优先受益权和劣后受益权，受益人也分为A类和B类，分别签署优先受益资金信托合同和劣后受益资金信托合同，信托收益首先用于分配优先受益权项下的信托利益，在优先受益权项下的信托利益足额分配前，劣后受益人不得分配信托利益。在上海信托发行的《滨江花苑股权投资信托计划》中还直接约定了优先受益权项下的信托利益可以股权形式进行分配。即在大股东违约的情况下，受托人可以提前终止信托计划，对信托股权进行评估，按评估

☐信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

值根据优先受益权项下信托利益范围计算优先受益权分配的信托股权比例。股权评估值低于优先受益权的信托利益范围的，优先受益人按持有的优先受益权份额平均分配信托股权。

◆信托资金退出机制

股权信托的最终风险来自信托到期但信托资金无法从项目中退出。有效的信托资金退出机制的设计将大大增加信托产品的安全性，从而增加其吸引力，实现有效的资金募集。信托资金的退出机制应该包括信托资金的退出方式和相应的保障措施。信托资金的退出可以分为个别信托的退出和信托计划终止时信托资金的整体退出。

个别信托的退出一般不会对整个信托计划产生破坏性影响，对信托财产造成损失的风险不大，一般情况下，信托公司能够化解。比如，几乎所有的信托计划中都对这种个别退出有相关条款约定，即“本信托项下的财产可以按照公平市场价格与受托人管理的其他信托财产或受托人的固有财产进行交易”。并具体要求在受让方面，受益人转让信托受益权，必须持信托合同和信托受益权转让申请书与受让人共同到受托人处办理转让登记手续。

信托计划终止时信托资金的整体退出是一个信托计划设立时要首先考虑的问题。根据股权信托合同的约定，股权管理和处分权可以部分或全部由受托人行使。在股权信托关系中，受托人可能拥有部分股权管理和处分权，此时受托人行使股权的投票权和处分权时要按照委托人的意愿进行；受托人如果拥有全部股权管理和处分权，此时受托人可以根据自己的价值判断对股权进行独立的管理和处分。根据受托人对股权拥有权利的不同，信托资金退出的方式可有回购、转让等，若由于风险事件的发生，不能按事先约定方式退出，也可以通过拍卖股权方式强行退出。信托资金退出的保障措施通常有关联方担保、多方联保、实物(或股权)抵押(或质押)、当事方出具承诺函、设置专用账户专款专用等。也有非常用方式，比如北京信托曾经发行的“郑州市土地储备项目集合资金信托计划”，信用增级方式是：郑州市人大常委会批准郑州市人民政府将偿付信托计划贷款资金纳入同期同年度财政预算。这是特殊项目的特殊保障方式，只能是特例。



另外，一种对几乎所有信托资金退出都能起到保障作用的一项保障措施正在讨论中，即建立信托保险制度。信托保险制度的概念

☐信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

来源于存款保险制度，在我国目前，还没有关于信托保险制度的权威定义。但借鉴存款保险制度的定义，我们可以将其界定为：由经营信托业务的金融机构向特定的保险机构缴纳一定的保险费，当投保金融机构出现信托财产受损或兑付危机时，由特定的保险机构通过资金援助、赔偿保险金等方式，保证其清偿能力的一种制度安排。建立信托保险制度的最根本目的是为了**保护信托投资者的利益，实现及时兑付**。由于信托投资过程中可能存在违规行为，而且本身也面临着诸多不可控因素，信托投资出现不能按时回款，或者项目失败等情况是可能发生的，而到期支付的刚性和信托凭证缺乏流动性的特点使信托公司极有可能无法按期兑付，信托保险制度的产生可以通过保险的形式为信托机构清偿债务，避免出现兑付危机。

当然，要防范股权投资模式下融资企业道德风险，除了上文所说的事后补救措施外，还应该建立事前防范措施。比如完善限制性契约，在契约中明确限制资金用途，并规定信托公司按照持股比率对项目公司有监督权力，对于企业从事不合信托公司意愿的过高风险的投资项目，信托公司有权终止契约关系；同时，信托公司可以要求购买方及项目公司定期提供会计报表来反馈其经营活动信息，并有权对涉及的联保方、购买方及项目方的账目进行审计和检查，从而使信托公司对项目进行有效监督，及时掌握项目方的投资策略和经营管理动向，从而有效地防范相关方的违约行为。



房地产股权信托的健康发展是规范与创新的博弈。近年来房地产信托的发展呈现三多的特点，即数量多，融资额多，创新多。在创新上，信托与房地产的结合越来越紧密，在一个房地产项目开发的各个阶段信托都可以介入，如前期的股权信托、中期的贷款信托、后期的消费信托等。创新的另一个方面体现在产品的完善与风险的控制，从最初项目的选择、到信托存续期间的风险控制、再到信托结束时信托资金的退出等方面必须严格把握，科学设计、多重保障才能保证一个房地产股权信托项目的成功运作。

【完】

股权信托在**资本运作**中的创新运用

股权信托在**房地产融资**的创新运用

股权信托在资本运作和房地产融资中的创新运用

信托培训热线：010-64336037

资本运作与房地产融资原来可以贯通哦？

■ 信托判例研究

>>> 华宝信托有限责任公司诉陈碰兴金融借款合同纠纷案研究



顾权

抵押贷款资产证券化是普通金融贷款活动的新型衍生产物，体现了我国非银行金融机构之间业务的交叉和合作，也是我国对资产证券化的最新探索和尝试。如何界定委托人、信托人和借款人之间的法律地位和相互之间的法律关系，信托公司应如何行使信托资产中的抵押权、如何厘清信托资产中各方当事人的法律权利义务等，都是在学理研讨和司法实践中值得探讨的问题。

一、基本案情

原告：华宝信托有限责任公司

被告：陈碰兴

2007年5月23日，案外人上汽通用汽车金融有限责任公司（以下简称上汽金融公司）与被告陈碰兴签订了合同编号为79467的《汽车贷款合同》与《汽车抵押合同》及其附件，约定被告陈碰兴为购买车辆而向上汽金融公司借款60,000元，借款期限为36个月，自2007年5月23日至2010年5月23日止，还款方式为等额还款，并就所购车辆办理了车辆抵押登记作为借款担保。合同签订后，上汽金融公司按约发放了贷款。上述合同贷款利率为中国人民银行基准利率基础上上浮28.25%，合同签订时年利率为8.08%，如中国人民银行基准利率发生变动，在变动生效之月后第二个月的第一个还款日起，贷款利率将相应发生变动。另，《汽车贷款合同》约定，被告未按时全额偿还应付的贷款本金、利息及应向上汽金融公司支付的其他款项，并且逾期30天以上，就构成合同所述之严重违约，上汽金融公司有权宣布贷款立即到期，并要求被告立即清偿合同项下的所有未付款项。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

2007年12月27日，上汽金融公司和原告签署了《通元2008年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托合同》，约定将上述合同编号为79467的《汽车贷款合同》所涉及的包括：（1）（现有的和将来的、实际的和或有的）全部所有权和相关权益；（2）到期或者将到期的全部还款；（3）被清收、被出售、或者被以其他方式处置所产生的回收款；（4）请求、起诉、收回、接受与以下财产相关的全部应偿付款项；（5）相关承诺的利益以及强制执行财产的全部权力和法律救济，均信托予原告。2007年12月29日，上汽金融公司与原告在中国债券信息网、中国货币网刊登了《通元2008年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托公告》。2008年1月18日，上汽金融公司与原告又在中国债券信息网、中国货币网刊登了《通元2008年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托成立公告》。因自2007年11月起被告未能按期还款，至起诉时，被告逾期还款情况严重，并经多次催收无果，故原告诉诸法院，要求判令被告支付贷款剩余本金52,626.68元、计算到2008年4月2日的贷款利息2,216.32元、计算到2008年4月2日的逾期利息288.13元及自2008年4月3日起到实际清偿日止的利息和逾期利息，并判令原告有权行使车辆（车牌号为“闽DU0225”、车架号为“LSGTC52MX7Y045464”）的抵押权，所得价款优先用于清偿上述债务。

被告未应诉答辩。

二、法院的认定与判决

法院依法缺席审理后认为，本案系因上汽金融公司将其对被告享有的个人汽车抵押贷款债权信托于原告并予以证券化后，被告不能按约还款而引发的纠纷。原告作为受托人是否有权以自己的名义直接向被告主张本案中系争贷款债权，及是否可以同时主张系争车辆抵押权是本案的主要焦点。

对于原告是否有权以自己的名义直接向被告主张本案中系争的贷款债权，法院认为，本案原告系基于与案外人上汽金融公司的信托合同主张系争贷款债权，所谓信托法律关系是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人为受益人的利益或者特定目的，进行管理和处分过程中所形成的法律关系。信托关系成立后，受托人依法可以以自己的名义向债务人主张债权。本案中，上汽金融公司与被告签订的《汽车贷款合同》以及《汽车抵押合同》系双方当事人的真实意思表示，依法有效，双方均应恪守。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

上汽金融公司和原告签订的《通元 2008 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托合同》亦系当事人的真实意思表示，并获得了中国人民银行和中国银监会的批准，合法有效；同时，上汽金融公司和原告之间的《通元 2008 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托公告》以及《通元 2008 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托成立公告》依法在中国债券信息网、中国货币网的全国性媒体进行了刊登，符合信托法等规范性法律文件对于通过设立特定目的信托转让相关资产应依法进行公告的有关规定，故本案原告与上汽金融公司就本案贷款债权构成信托法律关系，受托人原告基于信托合同，可以自己的名义为上汽金融公司的利益，对该贷款债权进行管理或者处分。因此，原告以自己的名义向被告主张上汽金融公司的贷款债权，且亦不损害作为债务人被告的合法权益，于法不悖，应予准许。现上汽金融公司已经依约履行了放贷义务，对原告享有贷款债权，被告亦应按约履行偿还贷款本息义务。因被告未按《汽车贷款合同》履行还款义务，根据《汽车贷款合同》和《汽车抵押合同》的约定已经构成严重违约，故原告有权以自己的名义宣布被告贷款立即到期，并要求被告立即清偿贷款合同项下的所有未付款项。

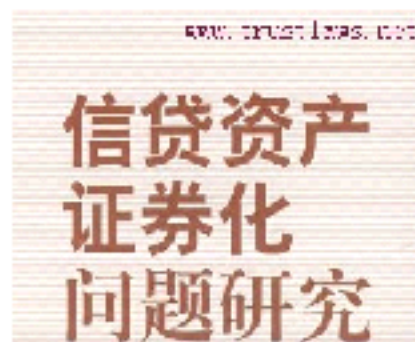
对于原告是否可以同时主张系争车辆的抵押权的问题，法院认为，1、原告根据与上汽金融公司的信托法律关系，依法以自己的名义向被告主张贷款主债权，而抵押权作为贷款主债权的从权利，根据主、从债权关系的基本理论，原告亦可以自己的名义主张抵押权；2、从我国现行物权法规定来看，汽车作为特殊动产，抵押权自抵押合同生效时设立，动产抵押登记的效能是未经登记不得对抗善意第三人，而并未强制规定抵押权人变更后必须重新办理抵押登记手续或变更登记手续，故由拥有系争贷款主债权的原告主张主债权的从权利（抵押权）于法无悖，并且亦不损害被告作为债务人的合法权益；3、本案中被告逾期欠款情况只是大批量汽车抵押贷款合同中的少数个例，若要求每个抵押贷款合同转让抵押权必须重新办理抵押登记手续或抵押权人变更手续，在实际操作中经济成本较高并可能因抵押人拒绝合作或者怠于协助而使抵押登记的变更手续难以顺利完成，从而不利于保护债权人的合法权益。因此，原告作为信托关系的受托人在主张贷款主债权的同时，有权以自己的名义直接向债务人主张抵押权。综上所述，原告之诉请具有事实和法律依据，法院依法予以支持。为此，依照《中华人民共和国民事诉讼法》第一百三十条、《中华人民共和国信托法》第二条、第二十五条、《中华人民共和国合同法》第一百零七条、第二百零五条、第二百零六条、第二百零七条、《中华人民共和国担保法》第三十三条、第五十三条之规定，判决支持原告的全部诉讼请求。

一审判决后，原、被告均未提起上诉。本案现已审理终结。

三、对本案的研究与解析

（一）资产证券化的通常范畴之引入

自 1977 年美国投资银行家莱维斯瑞尼尔首次使用资产证券化这一术语，^[1]资产证券化之表述虽在金融界被广泛使用已有近三十年的历史，但至今尚无统一的定义来界定何谓资产证券化。其主要原因在于资产证券化是高度金融衍生技术的产物，是涉及法学、金融学、经济学等多种学科共建的制度，所以需要从多种学科中厘清其基本模式。通常认为，资产证券化是指：发起人将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产集合（在法学本质上是债权）出售给特殊目的机构（SPV, Special Purpose Vehicle），由其通过一定的结构安排，分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用，转化成由资产产生的现金流担保的可自由流通的证券，销售给金融市场上的投资者的融资制度。^[2]在一个典型的资产证券化交易中，发起人将能产生收益的资产权益卖给特殊目的机构，特殊目的机构面向市场的投资者发行证券，并将该收益支付给发起人，投资者从资产群中获得偿还。^[3]我国台湾学者认为，资产证券化是指企业单位或金融机构将其能产生现金收入的资产加以重组，然后发行证券，出售给有兴趣的投资人，借此过程，企业单位或金融机构能向投资人筹措资金。^[4]



在我国，综观现行的《公司法》、《商业银行法》、《证券法》、《信托法》等与资产证券化相关的主要法律，均没有关于资产证券化的明确定义，这充分体现了现行金融法律体系对资产证券化这种金融创新活动的缄默态度。只是在中国人民银行和银监会制定的《信贷资产证券化试点管理办法》第二条中规定，资产证券化是指在中国境内，银行业金融机构作为发起人，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构化融资活动。虽然该规定只是将资产证券化拘囿于较小的种类和范围，但是却明显反映我国对资产证券化所认可的主要结构模式。因此，我国现行主要的资产证券化活动基本上也是在此规定的基础上展开的。

（二）资产证券化中各主体

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

在通常的资产证券化过程中，主要存在发起人（原始债权人）、原始债务人、特殊目的机构、投资人等相关参与主体，而其中特殊目的机构则是处于核心地位的参与者。

发起人是资产证券化的原始权益人，在交易中又称为资产的卖方或者转让方，它是资金的需求者，与原始债务人之间存在合法的债权债务关系，例如个人住房抵押贷款的贷款人、个人汽车抵押贷款的借款人、应收账款的债权人、租赁设备的出租人。为实现资产证券化，发起人需要以“真实出售”（True Sale）的方式将资产从其资产负债表中移出，以达到表外资产证券化。特定目的机构，是指专门为资产证券化而成立的法律主体，同时又担当资产支持证券的发行人，其一般是破产隔离和免税实体，可以采取公司、信托、有限合伙等组织形式。投资人，即资产支持证券的购买人，包括机构投资者和个人投资者。资产支持证券的投资者通常为大型机构投资者和职业投资者，因为资产证券化的复杂结构和巨大的发行量不太适合零星的投资者。原始债务人，即证券化资产的债务人，如个人住房抵押贷款的借款人、应收账款的债务人、租赁设备的承租人等。债务人只是一个被动的参与者，其对债权人的支付形成资产的现金流，用于偿付资产支持证券持有人。此外还有其他辅助参与者，如信用增级机构、信用评级机构、资产服务机构等。

（三）信托型（SPT）资产证券化的基本法律架构

因为资产证券化的特殊要求和我国现行法律规定的限制，特定目的机构难以采取公司、有限合伙的组织形式，而只能借宿于信托这种特殊法律形式之下，使得特定目的信托（SPT, Special Purpose Trust）成为我国目前进行资产证券化的最主要的 SPV 模式。特定目的信托之资产证券化“导管体”的功能，主要通过特定目的信托设立和信托受益权转让等环节来实现。^[5]

我国信托型资产证券化基本构架流程如下：首先，一定的期限、利率等标准进行分类、组合，形成一个来讲，为了赢得更多的投资者，应选择现金流量稳定、



常进行证券化的资产包括各类银行贷款、企业应收款、不动产收益等，而在我国主要是指金融资产。其次，设立特定目的信托机构（SPT），证券化资产从原始权益人（发起人）处分离出来，通过“真实出售”移转资产给破产风险隔离实体——特定目的信托机构，然后以此资产为基础发行资产支持证券，出售给投资者。再次，信用增强和信用评级。信用评估机构对资产支持证券的信用评级反映了该证券

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

的风险和收益等信息，这为投资者提供了投资决策依据。在资产证券化交易中，发起人都应担保投资人免受某些基本的风险，如保证对资产的陈述真实、准确、完整，保证资产合法、有效，保证债务人受相关合同条款的约束并不存在抗辩情形等等。为了使资产支持证券获得一个较高的信用评级，需要采取一些信用增强措施，信用增强的结果使得特定目的信托机构发行的证券比发起人直接发行的证券更有信用，从而能够以较低的成本筹集资金。第四，发行资产支持证券，资产支持证券的发行和普通证券的发行没有太大区别，可以通过公开发售的方式进行，也可以通过私募的方式进行，为了控制相关风险我国采用的公开发售方式。最后，偿付证券本金和收益，证券化资产转让给特定目的信托机构后，由于特定目的信托机构只是一个导体和工具，一般没有能力管理、运用和处分证券化资产，需要委托给专业服务机构。专业服务机构归集资产现金流后，按照资产证券化计划分配给资产支持证券持有人。偿付完全部证券、处理完剩余资产后，整个资产证券化活动即告结束。

（四）信托型资产证券化的司法审查具体标准之抉择

虽然信托资产证券化属于金融创新的范畴，但是作为司法机关面对这种金融创新活动，不可简单地予以回避或者否定，笔者认为只要不违反现行法律法规和国家的金融政策，金融司法应当充分尊重金融市场主体的创造力和智慧，并且应从法理的层面作出分析诠释，这样才能真正发挥司法审查对金融创新的规则指导作用，从而主动性地应对可能产生的相关纠纷。

信托型资产证券化中发起人（委托人）将自己的金融债权“真实出售”给了信托公司，使得这种信托关系的基础因发起人（委托人）移转金融资产获得了转让收益而被解构，并且对此种关系是否还属于信托关系存有较多疑惑。因此要理顺信托型资产证券化交易的法律结构，首先需对该种法律关系的性质进行甄别，从而才能结合其他贷款、担保或者投资合同关系来完整理解特殊目的信托的法律构架。

我们首先假设，发起人（委托人）和受托人之间存在信托法律关系。如果从融资人角度的思路出发，发起人（委托人）就是事实上的融资人，假设发起人（委托人）与信托公司之间存在信托关系，则信托公司接受信托而发行的资产支持证券的性质就难以解释。但是，若从实质上来分析支持信托公司发行证券的资产基础，就不难发现该资产基础实际就是由发起人（委托人）信托给信托公司的金融债权的信托收益。因此，我们可以这样认为，发起人（委托人）“真实出售”金融资产所获得的“公允对价”实际上就是发起人（委

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

托人)自己的信托收益,只不过在形式上该“公允对价”是直接就以信托公司支付现金对价方式来体现。但是,若上述前提成立,则又引发进一步争议:该信托收益表面上是由信托公司通过证券化的形式出售给投资人,这是否就意味着与先前所认为的发起人(委托人)获得了信托收益存在矛盾?对此,笔者认为并不发生矛盾,这实际上是发起人(委托人)通过信托公司来出售自己的信托收益,从而达到了融资的真正目的。因为根据我国现行有关法律的规定,为了保护投资人的合法权益,发起人(委托人,例如银行等金融机构)是不能以自己的名义直接发行资产支持的证券,所以在实际交易过程中就形成了发起人(委托人)通过设立特殊目的信托,即将相关资产信托给受托机构信托公司,再由信托公司以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券来收回信托收益,因此发起人(委



信托法?

辨析

托人)获得的融资款实际上就是发起人(委托人)从信托公司获得的信托收益。由此可见,通过资产证券化信托合同的约定,发起人(委托人)和信托公司基于该信托合同关系构成内部和外部两种法律关系,从外部关系来看,发起人(委托人)将对债务人的个人抵押贷款债权转移给信托公司,并对该债权转移的事实进行了信托登记,故信托公司可以根据信托关系的本旨和目的以自己的名义对该项贷款债权进行管理或者处分;从内部关系来看,发起人(委托人)基于对信托公司的信任,对信托受益权、债权资产的赎回、清仓回购、信托期限、追索权等内部具体事项约定了双方的债权债务关系。因此,虽然信托型资产证券化中发起人(委托人)将自己的金融债权“真实出售”给了信托公司,但是这却不是金融债权转让关系,而是发起人(委托人)与受托人信托公司之间构成了信托法律关系。

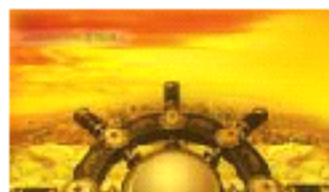
从对上述信托型资产证券化法律性质的甄析,不难发现这种实质上融资人(发起人或委托人)转让受益凭证的模式具有重要意义,首先是使得发起人获得了资金,实现了资产证券化的融资目的;其次使得信托收益权凭证的投资人获得了受益人的身份,从而享有信托资产的收益;最后,实现了“信托易主”,特殊目的信托公司此后从形式上将为投资人服务,同时“真实出售”到信托公司的资产也实现了“破产隔离”,保证了投资人能够获得安全的、稳定的证券收益。这种精巧性的制度设计显示了信托这种“脱法”制度设计挑战既存规范的历史传统,以及金融创新在规避法律和追求利益最大化过程中的强大生命力,因此我们司法审查也应穿透表面形式从实质关系中加以甄别和规制相关金融主体的法律关系。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

（五）金融债权移转效力的司法审查标准

虽然信托型资产证券化描述的是从发起人（委托人）移转给受托人（信托公司）的“金融资产”，但是在我国目前实践中，该“金融资产”的主要内容就是发起人（委托人）作为原始债权人享有的金融债权。在我国现行法律体系下，该种金融债权的移转应当遵循怎样的司法审查标准，是信托型资产证券化司法审查标准中的又一重要问题。

根据我国合同法规定，债权转让采通知主义，即债权人转让债权应当通知债务人。但是由于资产证券化的特殊性，即其债务人通常是不特定的多数，且分布广泛、流动频繁，若机械要求每一笔债权转让都通知债务人，资产证券化的成本将大为增加，明显不利于资产证券化的进一步发展，所以资产证券化发达的国家对此都有自己的应对规则。例如《美国统一商法典》扩大了登记的范围，将登记不仅适用于账债和动产契据的买卖，也适用于“无形资产的支付”和“本票”的买卖。美国修正后的登记制度几乎适用于所有的合同债权和证券债权。^[6]日本新出台的《债权让渡特别法》采取债权让与登记制度，明定应以磁盘制作债权让与登记档案，载明法定应记载事项，由让与人及受让人向法务省提出债权让与登记的申请，始能以其债权让与对抗第三人，其中除必须载明债权总额外，尚应记载债务人或其他为特定债权的必要事项。可见登记制的公示方式具有使交易者及第三人认识债权状态的作用，起到防止风险、排除争议和降低成本的效果，因而更有利于债权特别是大宗债权的转让，加速了债权的资本化。^[7]由于我国资产证券化采用的是信托关系的法律构架，所以根据我国信托法有关规定，信托关系成立并依法登记后，受托人信托公司可以自己的名义为发起人（委托人）的利益对该贷款债权进行管理或者处分。因此在具体司法实践中，法院应当审查“金融债权”在整体信托转让时是否已经在全国性公开媒体进行过公告，只有符合了信托公告的相关规定，该金融债权移转才能对原始债务人产生法律效力。



对于“金融债权”的从权利（例如抵押权）的转让是否必须重新办理抵押登记手续或抵押权人变更手续？对此存在两种不同观点，一种观点认为：抵押物一般为不动产，而不动产物权以登记为公示方式，这也是各国的立法通例。抵押权作为一种担保物权，也应当遵循物权公示原则，否则抵押权的转让无效。另一种观点则认为：抵押权转让的前提是抵押物已经办理了抵押登记手续，是为了保障主债权能顺利实现所形成的抵押权，若主债权转让，作为其从权利的抵押权也随之转移，针对主债权而设立的抵押权应当继续存在，无需重新办理抵押登记手续或抵

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

押权人变更登记手续。笔者倾向于后一种观点。首先，从我国物权法规定来看，并没有要求主债权转让后抵押权必须重新办理抵押登记手续或者办理抵押权人变更登记手续的强制性规定。抵押权作为金融债权的从权利，当金融债权移转时，抵押权也随之移转，同时这是在抵押权已经有效成立的前提下发生的转移，并非重新设立新的抵押权。其次，从相关司法解释来看，《最高人民法院关于审理涉及金融资产管理公司收购、管理、处置国有银行不良贷款形成的资产案件适用法律若干问题的规定》第九条也明确规定：“金融资产管理公司受让有抵押担保的债权后，可以依法取得对债权的抵押权，原抵押权登记继续有效。”该规定为金融资产的从权利转让提供了司法审查的参考依据依据，虽然资产证券化法律构架中，发起人（委托人）只是将金融债权信托给受托人信托公司，并不是该条规定所指的金融债权的完全出售，但是从该条规定的立法意图和立法精神也可以看出，在抵押权随主债权转移后，受让人即可依法取得主债权的抵押权，原抵押登记应当继续有效，无需重新办理抵押登记。最后，从实践的角度来看，若要求转让抵押权必须重新办理抵押登记手续或办理抵押权人变更手续，则实际操作中往往会因抵押人不肯再次合作（怠于协助行为）而使抵押登记的变更手续很难顺利完成，这样抵押权便难以有效转让，抵押权转让的规定便会形同虚设，没有实际意义。因此，受托人（信托公司）受让金融债权和相关从权利（抵押权）后，可以自己的名义向原始债务人主张债权。（判案研究，注释从略）

【完】

【信托案例讨论】2002年8月，中投信托有限责任公司（原浙江省国际信托投资有限责任公司，简称“中投信托”）与浙江通用科技公司（简称“通用公司”）签订《资金信托合同》，其中约定通用公司将其合法所有资金1200万元委托中投信托进行投资运作。2002年12月，由中投信托、浙江求是服务部、自然人孙优贤作为股东投资成立浙江国信求是科教有限公司（简称“求是公司”），公司注册资本1500万元，中投信托出资1200万元，占注册资本80%。中投信托委派通用公司法定代表人高峰实际经营求是公司。2002年12月4日，即求是公司完成登记注册次日，通用公司将求是公司帐户资金1500万元全部抽走。2005年6月，求是公司作为举办人，与浙江科技学院合作办学，成立求是学院。2006年8月，求是学院因管理运作困难，终止办学，由浙江教育学院接管，继承求是学院的资产及债权债务，并决定对中投信托提起诉讼。2009年12月17日，法院一审判决中投信托败诉，判定被告对1373余万元借款承担连带责任。2009年12月，中投信托因不服一审法院《民事判决书》，提起上诉，将教育学院、求是公司、通用公司列为被告，上诉请求驳回一审原告所有诉讼请求。【摘自《机构投资》，全文参见中国信托法律网“信托文摘”<http://www.trustlaws.net/tabloid/>】

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■信托周刊VIP 专刊摘编

信托周刊

【VIP 专刊】摘编

- 《信托周刊》(VIP 专刊) 将面向 VIP 机构客户和 VIP 个人客户提供更及时、更深入、更实用的“信托智库”信息资料。
- 《信托周刊》(VIP 专刊) 将整合信托培训、信托研发、信托投融资顾问等方面的优质资源，为 VIP 客户提供悉心服务。
- 《信托周刊》(VIP 专刊) 作为信托培训与信托俱乐部的“中枢连接体”，将为 VIP 客户提供信托研发“私人银行服务”。

2010 年 7 月 1 日起正式启动《信托周刊》(VIP 专刊) 付费订阅的绿色通道……【提前预约电话：010-64336037】

→近期，本刊将陆续摘编《信托周刊》(VIP 专刊) 的一些基础信息，以飨读者，并将同步完善专刊内容和订阅机制。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

>>>投资组合管理人模式的房地产信托 PE 基金方案勾勒

北京信泽金理财顾问有限公司研究员 姜江

◆投资组合管理人：(1)甲信托公司；(2)乙房地产投资咨询公司（W 房地产企业集团旗下的全资子公司）；(3)丙理财顾问公司。

◆信托结构化安排：(1)优先级受益人合计认购 6 亿元；(2)乙房地产投资咨询公司作为次级受益人，独立或联合认购 2 亿元。

◆信托流动性安排：(1)信托期限的 18 个月之内，优先级受益人不允许申购或赎回，但可依法依约对外转让信托受益权；(2)信托期限的 18 个月之后（即第 19 个月起），W 房地产企业集团承诺每满 6 个月即依约至少受让优先级受益权份额的 5%（含 5%）。

◆管理运作方式：信托资金的管理和运用由所有的投资组合管理人共同组成决策委员会，重大事项由受托人亲自管理和执行，特定事项可由受托人依法依约委托给其他管理人予以贯彻执行，具体程序参照各方审议同意的《投资组合管理人决策委员会内部指引》。

◆资金运用方向：以股权投资、权益投资、信托贷款、其他方式投资于房地产开发项目或经营性物业，或者采用组合运用方式。

◆资金运用限制：(1)以股权投资方式运用信托资金的，信托计划须持有核心项目公司 75%以上的股权；(2)以权益投资方式运用信托资金的，融资方须提供受托人认可的超额担保；(3)以信托贷款方式运用信托资金的，除了融资方提供足额担保之外，信托贷款利息按照同期央行基准贷款利率上浮不低于 120%计算，信托贷款期限不得超过 24 个月，信托贷款规模不得超过本信托计划信托资金总额的 30%；(4)对单个房地产融资项目的累计投资总额不得超过本信托计划总规模的 40%；(5)投资组合管理人约定的其他资金运用限制。

◆特别约定：(1)甲信托公司作为受托人享有一票否决权，所有投资决策均需提交受托人并由其予以确认；(2)乙房地产投资咨询公司重点参与项目的筛选、储备、联合尽调、投资管理；(3)丙理财顾问公司重点参与客户需求调查、营销方案设计、投资者教育等……

【完】



北京信泽金理财顾问有限公司是国内第一家专门提供信托培训和信托研发等综合服务的专业机构，所有业务均专注于“信托”。【信托培训、信托研发、信托课题调研、信托产品评级 010-64336037】

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

众所周知，“资本是企业发展的助推器”。企业如何将自身产业和金融资本进行良好结合，从而促进自身的发展，是企业界需要长期研究的课题之一。有鉴于此，本栏目将不定期推出一些企业借助“信托”实现自身发展的案例分析，希望对大家有所帮助。

>>>信托助力“非金融类企业”实现房地产资本服务的“金融化”梦想

中国信托法律网(www.trustlaws.net)高级研究员 唐琪



近年来，房地产金融服务市场在加速细分，借助信托平台开展房地产资本服务的机构也在不断增多。银行、券商、担保公司、典当行、理财机构纷纷涉足房地产资本服务市场，目标直指房地产融资的综合服务和资源整合。甚至有房地产开发商也将产业链延伸至“资本中介”，觊觎房地产上游市场的巨大蛋糕。对此，信泽金信托培训曾经介绍过房地产信托融资的“投资顾问模式”和“PE基金模式”。此次，笔者将重点关注“非金融类企业”借助信托工具整合房地产项目资源的资本运作模式，并选取“汉锱资产”这一样本向大家简要展示房地产资本服务的“太极”招式。

根据汉锱公司的网站介绍，汉锱资产是一家房地产资本管理和资产管理公司，于2007年6月15日成立并注册于天津滨海新区。汉锱资产明确提出将“房地产资本服务业务”作为自身的主营业务。汉锱资产公司的发展方针是“金融化、规范化、职业化”，“金融化”列在公司发展方针的首位。那么，这样一家非金融类企业的“金融化”之路是如何实现的呢？而“信托”又在其中发挥了什么重要作用呢？

一、江阴——汉锱全国之旅的起点

在汉锱资产的发展道路上，江苏江阴是不可以被忽视的。

2007年8月，汉锱资产的前身“海贸资产”收购了江苏江阴临港新城CBD区域项目，从此开始了汉锱资产的全国征程。

2008年3月，江阴金湾国际广场正式开工，项目进展顺利。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

然而，2008年7月，汉锱资产与北京万达昌投资有限公司（简称“北京万达昌”）签署了《股权转让协议》，将江阴海贸资产置业有限公司（简称“江阴海贸”）100%股权以2900万元的价格转让给了北京万达昌，并于2008年12月完成了股权转让交割。

同样是在2008年7月，汉锱资产旗下的“数码客市场推广中心”（SMC）与开发商江阴海贸签订协议，继续为“江阴数码港”项目提供销售管理咨询服务。

也就是说，尽管汉锱资产已将江阴项目转让给了北京万达昌，但其仍然以资产管理人身份继续为江阴海贸提供相应服务。

由此可见，从江阴项目开始，汉锱资产已经尝试着作为专业化的“房地产服务提供商”而非“房地产开发商”的面目出现。而汉锱资产的这一发展思路在以后的多次项目运作中均有所体现。

二、常熟——与信托公司的第一次握手

2007年汉锱资产除了收购江阴项目之外，在2007年11月份又成功地锁定了常熟开发区金湾广场项目。

常熟金湾广场项目的运作主体是常熟金湾广场置业有限公司（成立于2007年12月24日），公司注册资本为1000万元，由汉锱资产100%出资组建。

在常熟项目中，汉锱资产并没有沿用以前的独立开发思路，而是在项目开发中引入了信托公司，这是一次新的尝试。

事后证明，这次尝试对汉锱资产的发展有着深远的影响。

汉锱资产在常熟项目上合作的信托公司是新华信托，并且引入了上海诺亚作为信托计划的“投资顾问”。

为常熟金湾广场项目量身定做的“汉锱房地产股权投资（一期）集合资金信托计划”于2008年11月成立，信托资金总规模为2000万元。资金运用方式是增资，信托计划的安全保障方式为汉锱资产回购信托公司持有的股权。

值得注意的是，仅仅时隔一个月，在2008年12月初，汉锱资产与北京万达昌签署了《信托权益转让协议》，汉锱资产将拥有的常熟金湾广场置业有限公司股权信托权益以2000万元的价格转让给北京万达昌。

而在信托权益转让完成后，汉锱资产以资产管理人身份继续为常熟滨江项目（开发商为常熟金湾广场置业有



□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

限公司)提供资产管理和资本管理服务。

这一做法，与汉镓资产在江阴项目上的做法如出一辙。而且这两个项目的受让方都是北京万达昌。

汉镓资产虽然将项目进行了转让，但这一转让行为并没有对常熟项目的正常运作造成不良影响。“汉镓房地产股权投资(一期)集合资金信托计划”于2009年8月10日提前结束。

由此，汉镓资产完成了与信托公司的第一次合作。

三、天津——与信托公司的第二次握手

2008年5月份，汉镓资产成功并购了“天津汽车科技发展大厦”项目，这是一个在建工程项目。

为了确保项目并购的全面顺利完成，汉镓资产与北方信托合作，发行了“天宇阳光股权投资集合信托计划”。该信托计划于2008年6月23日正式成立，信托规模9500万元，其中子计划①规模5500万元，子计划②规模4000万元。

信托资金用于向天津天宇阳光置业有限公司增资，资金实际投向是用于收购天津汽车工业(集团)有限公司所持有的南开汽车大厦。而天津天宇阳光置业公司则是汉镓资产的全资子公司。

通过引入信托资金，汉镓资产成功地将天津汽车科技大厦改造为天津数码港项目。通过项目的成功销售，“天宇阳光股权投资集合信托计划”于2009年4月提前结束。

在信托计划结束8个月之后，即2009年12月，汉镓资产与天津市洲际企业咨询管理有限公司(简称“天津洲际”)签署协议，汉镓资产将持有的天宇阳光置业有限公司股权信托财产以4949.6万元的价格转让给天津洲际。上述转让行为发生后，双方向受托人(北方信托)提交了变更指令，受托人根据指令办理了受益权的变更登记手续。

随着天宇阳光股权信托财产受益权变更登记的完成，天津洲际成为天津天宇阳光置业有限公司信托财产受益人。

汉镓资产作为管理人为天宇阳光提供持续的资产管理和资本管理服务。

四、北京——与信托公司的第三次握手

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

2010年1月，汉镓资产与天津信托合作，推出了“石景雅居项目贷款集合资金信托计划”。这款产品的项目是位于北京市石景山区杨庄北地区的石景雅居4号楼商业在建工程项目，是汉镓资产通过司法拍卖渠道成功竞买的。

信托计划规模为人民币1亿元，其中优先信托受益权为人民币7500万元，劣后信托受益权为人民币2500万元由汉镓公司认购。信托期限为13个月。

该项信托计划的融资方（项目公司）是汉镓资产的全资子公司——北京石景新天置业有限公司（简称“北京石景新天”）。在资金运用方面，是由受托人贷款给北京石景新天并且用于其支付石景雅居项目款项。

项目的改造方案主要是对建筑原有内部结构设计重新进行划分，在合理布局内部商铺、办公用房的同时，进一步提升该建筑物的整体商业价值。

该信托计划已经于2010年1月成立，目前项目正在进行之中。

五、青岛——与信托公司的第四次握手

（一）青岛亿达项目情况



2008年1月，汉镓资产与深圳华银达投资有限公司（简称“深圳华银达”）及济南砾非房地产开发有限公司（简称“济南砾非”）在济南东方国际广场签订了《青岛亿达置业有限公司股权转让框架协议》，成功收购了青岛保税区亿达发展大厦。

2008年5月，汉镓资产已经邀请新华信托对青岛亿达项目进行了考察。但是，这一考察直到2010年才有了结果。

2010年4月，汉镓资产最终与新华信托合作，携手发行了“汉镓青岛亿达项目股权投资集合资金信托计划”。

（二）汉镓青岛亿达项目股权投资集合资金信托计划

1、信托计划总体情况

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

信托计划总规模为 6000 万元。信托公司以其中的 1000 万元受让并持有青岛亿达置业有限公司（简称“青岛亿达”）100%的股权，并运用信托资金 5000 万元对青岛亿达进行增资扩股，用于“青岛亿达发展大厦项目”。6000 万元信托资金中，优先受益权部分为 4500 万元，劣后受益权部分为 1500 万元。

江阴海贸认购了全部劣后受益权信托单位，出资共 1500 万元整。

2、对江阴海贸设定的出资要求

引人注意的是，这款产品对江阴海贸的出资提出了细致要求：

一是在信托计划推介期开始后 3 个工作日内，江阴海贸应交纳信托资金 100 万元至信托账户；二是在信托计划推介期届满前，江阴海贸应交纳信托资金共 1500 万元至信托账户。

但是，如果因为江阴海贸交纳的劣后受益权信托单位的信托资金未达到 1500 万元，造成信托计划不成立的，则江阴海贸向新华信托支付服务费 50 万元，并承担信托计划成立之前已产生的相关费用；而这些费用应优先以江阴海贸已缴纳的认购资金支付；如有不足，则由江阴海贸和青岛亿达另行支付，双方对前述支付义务承担连带责任。

六、青岛亿达项目“迷雾”

1、青岛亿达项目究竟属于谁？

2008 年 12 月底，汉镗资产已经将江阴海贸 100%股权转让给了北京万达昌。

如果江阴海贸的股权仍然在北京万达昌名下，那么就是说，“汉镗青岛亿达项目股权投资集合资金信托计划”虽然冠名“汉镗”，但该项目的所有权实际并非是在汉镗资产名下。

我们注意到，汉镗资产在 2010 年 5 月初曾经对外披露，汉镗资产所管理的青岛亿达项目发起设立了“青岛亿达项目信托计划”并于 2010 年 4 月 23 日成立。这表明，青岛亿达项目并非归汉镗资产所有。而“汉镗青岛亿达项目股权投资集合资金信托计划”之所以冠名“汉镗”，应该是出于这款信托产品是由汉镗资产进行管理的原因。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

2、汉阴海贸的出资实力“存疑”

“汉镗青岛亿达项目股权投资集合资金信托计划”对汉阴海贸的出资提出了诸多要求，这在信托计划中是很罕见的。

在惯常的信托计划操作中，多是由劣后受益权人先行认购劣后受益权份额，以保证信托计划的成立。

为什么新华信托没有采用上述惯常做法，而将汉阴海贸的出资期限放宽到信托计划推介期届满前呢？

难道是新华信托担心汉阴海贸的出资实力，担心其不能足额认购劣后受益权，为了以防万一才设定诸多条款吗？

七、点评及分析

信托常被视为“房地产融资大佬”，具有弥补银行功能、发挥金融优势、灵活整合资源的突出特点。汉镗资产在过去2年多里，先后与至少3家信托公司合作，在全国范围内整合运作了4个以上的房地产项目，采用“借力打力”的手法盘活了大量资产，一家非金融类企业就是这样借助信托平台打通了房地产金融的“任督二脉”。由此可见，信托杠杆在房地产资本运作过程中的确有“四两拨千斤”的功效。汉镗资产通过运作常熟金湾广场等多个项目，自身正在逐步具备“房地产综合服务商”的特点。而这一切与汉镗资产能够充分认识与信托公司合作的意义与价值，积极借助“信托”手段是分不开的。这其中的经验，值得予以借鉴。



另外，我们也注意到，汉镗资产主要是实现了房地产项目与信托平台之间的资源对接。虽然现有的几个项目都属于“小型化”房地产信托融资，但毕竟实现了系列化的操作，而且这不啻为一种成功的尝试。笔者更关心的是，汉镗资产在一连串的项目收购、信托融资、受益权认购及转让之后，如何整合更多的外部资源以应对大项目的挑战？如何盘活更多资产以撬动“门槛苛刻”的信托杠杆？如何在连续作战中应对可能发生的各种“意外事件”？如何在市场诱惑中坚守“房地产资本服务”的专业地位？

【完】

■ 股权信托在资本运作和房地产融资中的创新运用【投融资实务高端培训-北京-2010年7月3日、4日】

◆ 培训简介 ◆ 培训提纲 ◆ 报名回执表 <http://www.trustlaws.net/exam/> ☉信泽金信托培训报名咨询热线：010-64336037 / 64363798

免费订阅信托周刊:trustweek@msn.com 【信托理财及项目交流】QQ群之八:109591561 E-mail:trustlaws@sina.com TEL:010-64336037;64363798 26
信托产品咨询 18901131295 (北京) ◆中国信托法律网 www.trustlaws.net ◆中国信托理财网 www.trust518.com ◆中国公益信托网 www.charity-trust.com

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

>>>信托公司参与电力企业应收账款资产证券化的操作设计

宋政霖



目前，我国电力产业正处于一个改革的关键时期，如果仍沿用老的融资手段将会极大地限制民族电力产业的发展。从西方发达国家已有的经验来看，我国电力产业应大胆地尝试使用资产证券化这一模式，这样不仅有利于盘活电力企业的存量资产，减少不良资产，改善资产结构，扩大内需；而且还可以提高整个电力产业的国际竞争力，形成新的利润增长点，以保持国民经济持续、健康、稳步的发展。电力资产证券化主要包括两种，即电力企业应收账款资产证券化和电力建设项目收益权资产证券化，本文将简要探讨前者，以飨读者。

1、电力企业应收账款资产证券化可行性分析

电力企业存在以下特点：企业资产规模大，主营业务创利能力低，电力项目投资周期长，融资渠道狭窄，资本金严重不足。同时，电力企业特别是电网企业每年又存在着巨额的应收账款，这大大制约了电力建设的发展。应收账款证券化是资产证券化的一种重要形式，对应收账款进行“证券化融资”在发达国家是比较普遍的。我国电力企业应收账款较多，具备发行应收账款证券的条件。通过对电力企业应收账款进行证券化，可以提高企业资产的流动性和资金的周转频率，降低其负债水平，有利于提高企业的资本充足率。

2、基本运作流程

信托公司开展资产证券化应该是有计划、有步骤的进行，遵循“循序渐进”的原则，可以先发挥信托财产具有独立的法律地位和破产隔离的特点，以信托公司作为证券化过程中实现风险隔离的特设载体，充分利用信托公司自身的制度优势，进行一些有益的尝试，为下一步规范的资产证券化积累经验和打好基础。因此，电力企业应收账款资产证券化就包括两个阶段的实施方案，即试点阶段的准资产证券化方案和中长期规范的资产证券化方案。

(1) 试点阶段的准资产证券化方案（基本操作流程）可以设计为：电力企业作为委托人，将应收账款作为信托资产设立信托，从而保证了该信托财产不同于一般的融资担保资产，具有高度的独立性。而作为受托人的信托公司，它将按委托人的意愿以自己的名义

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

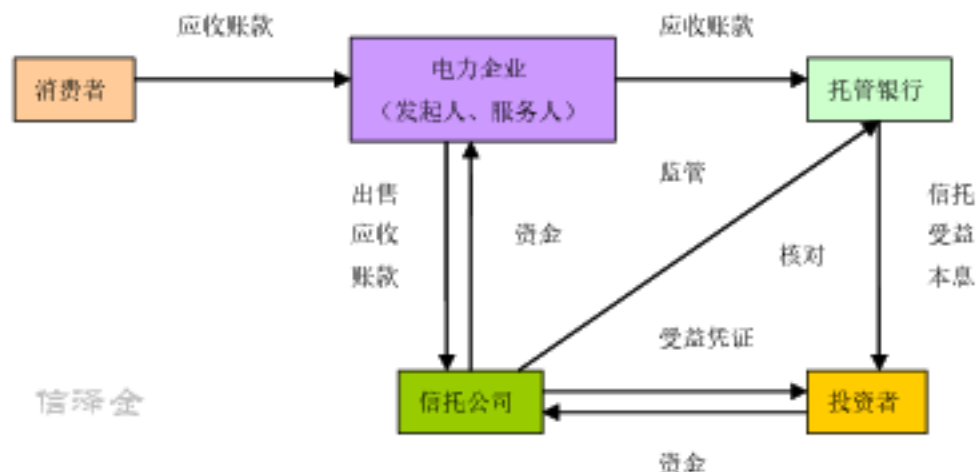


图1 电力企业应收账款资产证券化试点阶段方案流程图

管理信托资产，并将信托资产的受益凭证销售给投资者，所获得的资金支付给委托人。按照信托协议，受托人在收取信托资产所产生的现金流后，按比例分配给信托受益凭证持有人。（参见图1）

此外，为保证信托产品的顺利发行，信托公司应采取多种信用增级的方式。例如：建立利差账户，以保证投资者在还未充分获得固定回报之前，委托人不能获得剩余收益；规定第三方的连带责任，即委托方的母公司将对委托方的优先赎回义务承担不可撤销的连带保证责任。

(2) 中长期规范的资产证券化方案（基本操作流程）可以设计如下：

- 确定要证券化的资产，组成资产池。电力企业首先应分析自身的融资需求，根据融资需求确定证券化的目标。电力企业的目标资产主要是哪些巨额的应收电费款，然后对这些资产能够产生的未来的现金流进行评估、考核，然后再将这些资产汇集成一个资产池。
- 组建特设机构，实现真实出售。一般由这些资产的原始权益人（即电力企业）将资产池中的资产以真实出售的方式转移给特设机构（由信托公司承担）。
- 完善交易结构，进行预先评级。接下来，特设机构（即信托公司）应与银行、券商等达成一系列协议，以完善交易结构。然后请信用评级机构对交易结构进行预先的评级，也就是内部评级。信托公司根据内部评级的结果来采取相应的措施，加以改进。

□信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

- (1) 发起人：电力企业（例如各电网公司），应收账款的原始债权人，即出售应收账款的企业；
- (2) 发行人：可以起到“破产隔离”保护作用的特设机构 SPV（信托公司）；
- (3) 服务人：由发起人兼任，负责管理应收账款，包括催收、采集、汇总统计等工作；

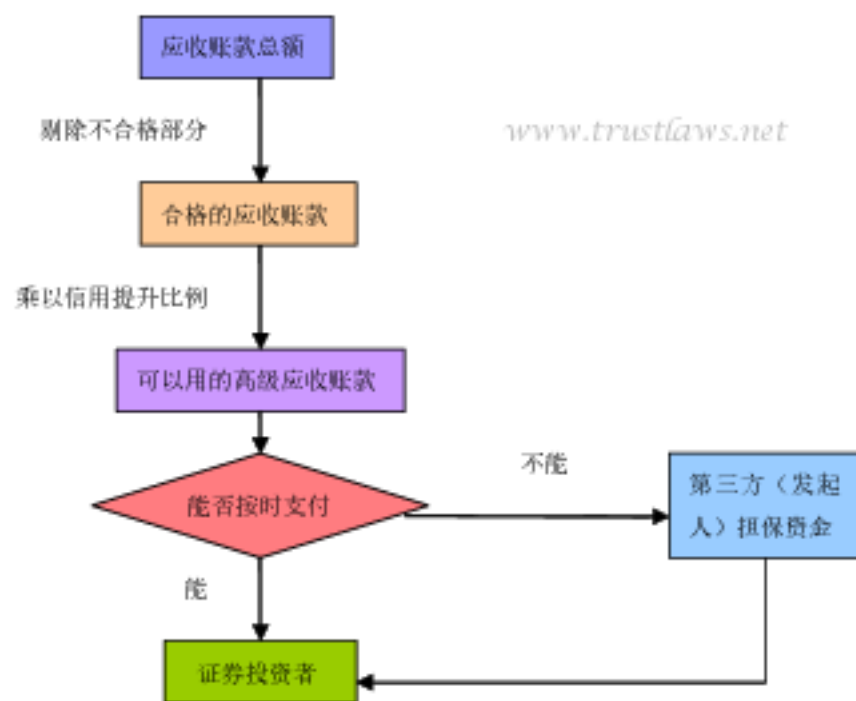


图 3 应收账款信用增级过程

- (4) 担保人：由电力企业即发起人兼任；
- (5) 托管银行：通常由作为 SPV 的信托公司指定，负责管理 SPV 以及投资者的账户；
- (6) 评级机构：为 SPV 发行资产担保证券进行评级；
- (7) 消费者：作为应收账款的债务人，必须向发起人按期支付应收账款；
- (8) 投资者：合法的国内机构投资者或个人投资者；
- (9) 承销商：通常是具有承销资格的证券经营机构；
- (10) 其他机构。

4、信用增级过程

信用增级可以采用以下方式：其一，发行人的信用增级可采用超额担保的方式，即以超额的应收账款来支持规模相对较小的资产担保证券；其二，第三方信用担保，即由发起人或专门的担保公司进行信用担保，例如作为发起人的电力企业提供第三方信用担保。

通常而言，信用增级的基本步骤可参见图 3。

【完】